SKLEPNI PREDLOGI GENERALNE PRAVOBRANILKE JULIANE KOKOTT,

predstavljeni 10. septembra 2009 [1]

I – Uvod

1. Predmet obravnavanega predloga za sprejetje predhodne odločbe je prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij na podlagi Direktive 2003/6/ES [2] o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga). Direktiva prepoveduje trgovanje s finančnimi instrumenti na podlagi notranjih informacij. Osrednje vprašanje predložitvenega sodišča je, ali je dejansko stanje trgovanja na podlagi notranjih informacij izpolnjeno že, če imetnik notranje informacije trguje seznanjen s to informacijo.

1 – Jezik izvirnika: nemščina.

2 – Direktiva 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta z dne 28. januarja 2003 o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga), UL L 96, str. 16 (v nadaljevanju: Direktiva 2003/6).

II – Pravni okvir

A – *Pravo Skupnosti*

2. Člen 2(1), prvi pododstavek, Direktive 2003/6 določa:

„Države članice prepovejo vsaki osebi iz drugega pododstavka, ki ima notranje informacije, da jih uporabi bodisi posredno ali neposredno, tako da pridobi ali odtuji oziroma poskuša pridobiti ali odtujiti finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, za svoj račun ali za račun tretje stranke.“

3. Člen 2(1) predhodne Direktive 89/592/EGS [3] je določal:

„Vsaka država članica prepove osebam, ki imajo notranjo informacijo […], da ob poznavanju vseh pomembnih dejstev to notranjo informacijo izkoristijo tako, da za svoj račun ali za račun tretje stranke bodisi posredno ali neposredno pridobijo ali odtujijo prenosljive vrednostne papirje izdajatelja ali izdajateljev, na katere se te informacije nanašajo.“

B – *Nacionalno pravo*

4. Belgijske določbe o trgovanju na podlagi notranjih informacij so v zakonu o nadzoru finančnega sektorja in finančnih storitev (v nadaljevanju: zakon o finančnem nadzoru).

5. Člen 25 zakona o finančnem nadzoru, kakor je bil spremenjen z zakonom z dne 2. avgusta 2002, ki se uporablja za dejanja, storjena v obdobju od 1. junija 2003 do 31. decembra 2003 (v nadaljevanju: člen 25 stare različice), je določal:

„Nobena oseba, ki ima notranje informacije, za katere ve ali bi morala vedeti, da so notranje, ne sme posredno ali neposredno pridobiti ali odtujiti oziroma poskušati pridobiti ali odtujiti finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, ali sorodne finančne instrumente za svoj račun ali za račun tretje osebe; […]“

6. Različica člena 25, ki velja od 1. januarja 2004, uvedena z zakonom z dne 22. decembra 2003 (v nadaljevanju: člen 25 nove različice), določa:

„Nobena oseba, ki ima informacije, za katere ve ali bi morala vedeti, da so notranje, jih ne sme uporabiti bodisi posredno ali neposredno, tako da pridobi ali odtuji oziroma poskuša pridobiti ali odtujiti finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, ali sorodne finančne instrumente za svoj račun ali za račun tretje osebe […]“

3 – Direktiva Sveta 89/592/EGS z dne 13. novembra 1989 o usklajevanju predpisov o trgovanju z notranjimi informacijami, UL L 334, str. 30 (v nadaljevanju: Direktiva 89/592).

III – Dejansko stanje in vprašanja za predhodno odločanje

7. Spector Photo Group NV (v nadaljevanju: Spector) je družba, ki kotira na borzi. Leta 1999 je odobrila delniški in opcijski program za svoje zaposlene in zaposlene svojih povezanih družb.

8. Spector je 21. maja 2003, kot je zakonsko predpisano, obvestil borzo Euronext Bruselj, da namerava za izpolnitev delniškega in opcijskega programa pridobiti lastne delnice. Spector je nato od 28. maja do 30. avgusta 2003 tudi pridobil skupno 27.773 delnic. Nakup je bil izvršen s šestimi posameznimi naročili: petimi po 2 000 delnic, ki so bila izvršena v celoti, in enim za 18.000 delnic, ki je bil izveden za 17.773 delnic.

9. Usmerjevalni odbor komisije za bančništvo, finance in zavarovalništvo (Commissie voor het Bank-, Financie- en Assuratiewezen, v nadaljevanju: CBFA) je v skladu s predlogom za sprejetje predhodne odločbe nato pooblastil notranjega revizorja, naj izvede preiskavo zaradi zlorabe notranjih informacij pri dveh nakupih delnic, izvedenih za Spector: naročilu z dne 11. avgusta za 2 000 delnic in naročilu z dne 13. avgusta za 18.000 delnic.

10. Očitana posamezna naročila je v imenu Spectorja izvedel C. Van Raemdonck. [4]

11. Revizor je ugotovil, da naj bi se zahteve za nakup od 13. avgusta 2003 naknadno spremenile tako glede števila delnic kot glede omejitve nakupne cene, nakupi pa naj bi poleg tega postali nujni, ne da bi bilo to mogoče utemeljiti. Revizor je v tem videl prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij. Opozoril je, da naj bi Spector in Van Raemdonck domnevala, da bo tečaj delnice po javni objavi poslovnih rezultatov in podatka, da Spector namerava prevzeti neko drugo podjetje, zrasel. Zato naj bi pričakovala, da bi moral Spector po objavi za delnice plačati višjo nakupno ceno in bi mu s tem nastala finančna škoda. Tečaj naj bi po objavi poslovnih rezultatov nato tudi dejansko zrasel za 8 %. Na podlagi predloga za sprejetje predhodne odločbe ni popolnoma jasno, ali je revizor tudi za naročilo z dne 11. avgusta ugotovil, da je bila z njim kršena prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij.

12. Revizor je menil, da obstaja povezava med, na eni strani, naročilom nakupa, oddanim 13. avgusta 2003, spremembo omejitve cene in poznejšimi nakupi ter, na drugi strani, informacijami o prevzemu

4 – Na podlagi predloga za sprejetje predhodne odločbe ni popolnoma jasno, ali je bil Van Raemdonck ob nakupih delnic dejanski direktor Spectorja ali samo njegov nekdanji direktor.

podjetja in poslovnih rezultatih, ki sta jih imela Spector in Van Raemdonck.

13. CBFA je z odločbo z dne 28. novembra 2006 (v nadaljevanju: izpodbijana odločba) naročilo z dne 13. avgusta 2003 vsekakor opredelil kot prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij in Spectorju ter Van Raemdoncku (v nadaljevanju tudi: tožeči stranki) naložil globo ter odredil poimensko objavo sankcij.

14. Tožeči stranki sta to odločbo izpodbijali pred hof van beroep te Brussel. To sodišče je s sklepom z dne 1. februarja 2008 prekinilo odločanje in Sodišču predložilo ta vprašanja:

1. Ali določbe Direktive 2003/6/ES in zlasti njen člen 2 pomenijo popolno uskladitev – razen določb, ki državam članicam izrecno dopuščajo, da svobodno izvajajo ukrepe – ali pa se določbe te direktive v celoti nanašajo na najmanjšo uskladitev?

2. Ali je treba člen 2(1) Direktive 2003/6 razlagati tako, da že samo dejstvo, da oseba iz člena 2(1), prvi pododstavek, [ki] ima notranje informacije, pridobi ali odtuji oziroma poskuša pridobiti ali odtujiti finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, za svoj račun ali za račun tretje osebe, v osnovi pomeni, da uporablja svoje notranje informacije?

3. Če je odgovor na drugo vprašanje nikalen, ali je treba predpostaviti, da je za uporabo člena 2 Direktive 2003/6 potrebno, da je bila sprejeta premišljena odločitev o uporabi notranjih informacij?

Če je lahko taka odločitev tudi v nepisni obliki, ali je potem potrebno, da odločitev o uporabi izhaja iz okoliščin, ki jih ni mogoče razlagati drugače, ali pa zadostuje, da se te okoliščine lahko razumejo, kot da imajo takšen pomen?

4. Če je za ugotovitev sorazmernosti upravne kazni, navedene v členu 14 Di-

rektive 2003/6, treba upoštevati ustvarjen dobiček, ali je treba predpostaviti, da je objava informacij, ki jih je treba obravnavati kot notranje, dejansko in pomembno vplivala na ceno finančnega instrumenta?

Če je odgovor pritrdilen, kakšna je najnižja ugotovljena raven spremembe cene, da je to spremembo mogoče opredeliti kot pomembno?

5. Ne glede na to, ali je gibanje cene po objavi informacije znatno ali ne, katero obdobje je treba upoštevati po objavi informacije, da se določi raven gibanja cene, in kateri datum je treba upoštevati pri oceni pridobljene premoženjske koristi za določitev ustrezne sankcije?

6. Ali je treba ob upoštevanju preverjanja sorazmernosti sankcije člen 14 Direktive 2003/6 razlagati tako, da je treba, če je država članica poleg upravne sankcije predvidela možnost kazenske sankcije, pri presoji sorazmernosti sankcije upoštevati možnost in/ali raven denarne kazenske sankcije?

IV – Pravna presoja

A – *Dopustnost predloga za sprejetje predhodne odločbe*

15. Belgijska in nemška vlada ter CBFA dvomijo o dopustnosti obravnavanega predloga za sprejetje predhodne odločbe. Po njihovem mnenju predložitveno sodišče postavlja hipotetična vprašanja in odgovori nanje naj za odločitev v sporu o glavni stvari ne bi bili pomembni. Ti dvomi izhajajo iz dejstva, da se zdi, da predložitveno sodišče sprašuje po razlagi Direktive glede na člen 25 *nove* različice zakona o finančnem nadzoru, medtem ko je iz izpodbijane odločbe razvidno, da je bila sprejeta na podlagi člena 25 *stare* različice tega zakona.

16. Uvodoma je treba opozoriti, da je načeloma nacionalno sodišče, ki prejme zadevo v odločanje, tisto, ki mora ob upoštevanju posebnosti zadeve presoditi tako nujnost predhodne odločbe kot upoštevnost vprašanj, ki jih postavi Sodišču. Predložitveno sodišče je končno odgovorno za sodno odločitev. Zato mora Sodišče, ko se zastavljena vprašanja za predhodno odločanje nanašajo na razlago prava Skupnosti, o njih načeloma odločiti. [5]

5 – Glej na primer sodbi z dne 23. novembra 2006 v zadevi Asnef-Equifax in Administración del Estado (C-238/05, ZOdl., str. I-11125, točka 15) in z dne 22. decembra 2008 v zadevi Les Vergers du Vieux Tauves (C-48/07, ZOdl., str. I-10627, točka 16 in navedena sodna praksa).

17. Vendar mora Sodišče v izjemnih primerih samo preizkusiti okoliščine, v katerih mu je zadevo predložilo nacionalno sodišče. [6] Duh medsebojnega sodelovanja, v katerem poteka postopek za sprejetje predhodne odločbe, namreč pomeni, da predložitveno sodišče upošteva funkcijo Sodišča, ki je prispevanje k razsojanju v državah članicah, ne pa podajanje posvetovalnih mnenj o splošnih ali hipotetičnih vprašanjih. Zavrnitev predloga nacionalnega sodišča je v skladu z ustaljeno sodno prakso med drugim mogoča, če je očitno, da zahtevana razlaga prava Skupnosti nima nobene zveze z dejanskim stanjem ali predmetom spora v postopku v glavni stvari ali če je problem hipotetičen. [7]

18. Zdi se, da predložitveno sodišče sprašuje po razlagi Direktive 2003/6, da bi lahko razsodilo o združljivosti člena 25 *nove* različice zakona o finančnem nadzoru s to direktivo. V členu 25 nove različice namreč pri opredelitvi prepovedanega trgovanja na podlagi notranjih informacij ni natančno navedeno besedilo Direktive 2003/6, temveč je trgovanje na podlagi notranjih informacij opredeljeno kot trgovanje oseb, ki imajo notranje informacije, za katere vedo ali bi morale vedeti, da so notranje, s finančnimi instrumenti, na katere se te informacije nanašajo (v nadaljevanju: trgovanje ob poznavanju notranjih informacij).

19. Vendar je upoštevnost skladnosti *nove* različice belgijskega zakona z Direktivo za odločitev v postopku v glavni stvari skrajno vprašljiva, saj bi v sporu o glavni stvari lahko razsodili samo na podlagi člena 25 *stare* različice.

20. Z izpodbijano odločbo se namreč sankcionira dejansko stanje iz časa pred začetkom veljavnosti novega zakona. Zato bi bilo treba za tako dejansko stanje uporabljati *staro* različico zakona. Nemška vlada je v tem smislu opozorila na načelo *nulla poena sine lege*, iz katerega izhaja, da je treba o dejanjih načeloma razsojati na podlagi zakonodaje, ki velja ob njihovi storitvi.

21. V predlogu za sprejetje predhodne odločbe je sicer navedeno [8], da je bila izpodbijana odločba sprejeta na podlagi člena 25 *nove* različice, vendar je to verjetno napaka, saj iz izpodbijane odločbe izhaja, da je bila sprejeta na podlagi člena 25 *stare* različice. To so potrdile tudi stranke v postopku v glavni stvari in belgijska vlada na obravnavi pred Sodiščem.

6 – Sodba z dne 16. decembra 1981 v zadevi Foglia (244/80, Recueil, str. 3045, točka 27) in z dne 13. julija 2006 v združenih zadevah Manfredi in drugi (od C-295/04 do C-298/04, ZOdl., str. I-6619, točka 27).

7 – Sodba z dne 5. decembra 2006 v združenih zadevah Cipolla in drugi (C-94/04 in C-202/04, ZOdl., str. I-11421, točka 25 in navedena sodna praksa).

8 – Točka 18 predloga za sprejetje predhodne odločbe.

22. Zato je treba izhajati iz tega, da je merilo za presojo ravnanja tožečih strank člen 25 *stare* različice. [9]

23. Zakaj naj bi bila razlaga Direktive 2003/6 pomembna za odločitev v sporu o glavni stvari, če se v sporu o glavni stvari ne sme odločati na podlagi člena 25 *nove* različice, ni mogoče ugotoviti na prvi pogled. Predložitveno sodišče namreč sprašuje po razlagi Direktive, da bi lahko presodilo o skladnosti člena 25 *nove* različice z Direktivo.

24. V nadaljevanju bom pojasnila, da razlaga Direktive 2003/6 za odločitev v sporu o glavni stvari vendarle ni očitno nepomembna in da je zato treba kljub vsem dvomom predpostaviti, da je predlog za sprejetje predhodne odločbe dopusten.

9 – Vendar sta tožeči stranki v zvezi s tem dopolnili, da je bila izpodbijana odločba sicer sprejeta na podlagi člena 25 stare različice, vendar naj bi tožena stranka „de facto“ uporabila člen 25 nove različice. Ni bilo povsem jasno, kaj natančno je tožeča stranka mislila s to *de facto* uporabo. Morda je hotela povedati, da je tožena stranka člen 25 stare različice razložila ob upoštevanju člena 25 nove različice. Tako ravnanje bi bilo glede na načelo *nulla poena sine lege* prav tako lahko problematično. To pa mora presoditi predložitveno sodišče.

1. Razlaga Direktive 2003/6 kot merilo za razlago *stare* različice belgijskega zakona

25. Direktivo 2003/6 je torej mogoče uporabiti tudi kot merilo za razlago *stare* različice zakona.

26. Belgijska vlada je med obravnavo v odgovoru na vprašanje Sodišča pojasnila, da je bila že stara različica zakona izdana za prenos Direktive 2003/6. Ob izdaji zakona stare različice Direktiva še ni bila sprejeta. Vendar je pojasnila, da si je Belgija takrat prizadevala za celovito spremembo bančnopravnih norm in se je zato pri noveli zakona o nadzoru bank vnaprej opirala na veljavni osnutek Direktive.

27. Obveznost držav članic, da notranje pravo razlagajo v skladu z direktivo, v skladu s sodno prakso načeloma obstaja šele po izteku roka za

njen prenos. [10] Če je bil stari zakon dejansko izdan za prenos Direktive 2003/6, so za njegovo razlago lahko pomembni tudi odgovori na vprašanja za predhodno odločanje glede razlage Direktive 2003/6.

28. Tak vnaprejšnji prenos direktive je treba namreč obravnavati enako kot skupino primerov „čezmernega prenosa direktive“, ki jo priznava Sodišče.

29. V primerih čezmernega prenosa direktive, torej kadar države članice direktivo prenesejo za dejanska stanja, ki pravzaprav ne spadajo na področje uporabe direktive, je predlog za sprejetje predhodne odločbe kljub temu dopusten. [11]

30. Sodišče meni, da je treba na vprašanja za predhodno odločanje odgovoriti tudi v takih primerih. Kajti zagotovo je v interesu pravnega reda Skupnosti, da se zaradi izogibanja prihodnjim razhajajočim se razlagam določbe iz prava Skupnosti razlaga enako ne glede na okoliščine, v katerih se uporabljajo. [12]

31. Vprašanja o razlagi direktive naj bi bila iz enakega razloga dopustna tudi v primerih vnaprejšnjega prenosa direktive.

32. V členu 25 *stare* različice se skoraj dobesedno ponovi člen 2(1) Direktive 2003/6. Njegova razlaga zato ni očitno nepomembna za razumevanje člena 25 *stare* različice.

2. Utemeljitev tožečih strank z načelom uporabe milejšega zakona

33. Tožeči stranki sta v postopku pred predložitvenim sodiščem kot utemeljitev, zakaj je vprašanje skladnosti *novega* zakona z Direk-

10 – Sodba z dne 4. julija 2006 v zadevi Adeneler in drugi (C-212/04, ZOdl., str. I-6057, točka 115). V sklepnih predlogih k tej zadevi sem predlagala drugačno rešitev, vendar je Sodišče ni upoštevalo. V skladu s sodno prakso sodišča držav članic od datuma, ko je začela veljati direktiva, ne smejo razlagati notranjega prava tako, da bi lahko po izteku roka za prenos resno ogrozila dosego cilja te direktive: v zvezi s tem glej sodbo Adeneler, točka 123.

11 – Glej sodbo z dne 18. oktobra 1990 v združenih zadevah Dzodzi (C-297/88 in C-197/89, Recueil, str. I-3763, točka 36).

12 – Ustaljena sodna praksa od sodbe z dne 18. oktobra 1990 v zadevi Dzodzi (navedena v opombi 11); glej tudi sodbo z dne 11. decembra 2007 v zadevi ETI in drugi (C-280/06, ZOdl., str. I-10893, točki 21 in 22).

tivo vendarle pomembno za odločitev v postopku v glavni stvari, zagovarjali zelo kompleksno teorijo. Pri tem sta se opirali na načelo uporabe milejšega zakona. Ta utemeljitev ni prepričljiva.

34. Tožeči stranki menita, da člen 25 *nove* različice ni združljiv z Direktivo 2003/6 in se ga zato ne sme uporabiti. Zaradi neuporabe člena 25 nove različice naj bi nastala „pravna praznina“, ki bi se jo lahko izenačilo z uporabo milejšega zakona. Načelo uporabe milejšega zakona naj bi povzročilo, da odpade tudi sankcioniranje na podlagi člena 25 *stare* različice, ki se uporablja za izpodbijano odločbo.

35. Kot pojasnilo poudarjam, da tožeči stranki ne trdita, da je člen 25 *nove* različice milejši od člena 25 stare različice. Nasprotno, poudarjata celo, da naj bi bil novi zakon strožji, ker v skladu z njim naj ne bi bila potrebna uporaba notranje informacije, ampak naj bi zadostovalo že „trgovanje ob poznavanju notranjih informacij“. Za novi zakon se zdi, da tudi ne razveljavlja uporabe starega zakona za stara dejanska stanja. Tožeči stranki nasprotno menita, da naj bi uporaba milejšega zakona izhajala iz pravne praznine, nastale zaradi neuporabe člena 25 nove različice.

36. Presoja obsega načela uporabe milejšega zakona v tej zvezi je predvsem vprašanje nacionalnega prava. Kljub temu dvomim, da to načelo sploh zadeva obravnavani primer. Retroaktivna uporaba milejših kazenskih zakonov temelji namreč na preudarku, da naj ne bi obtoženca obsodili za dejanje, ki med kazenskim postopkom zaradi spremembe stališča zakonodajalca ni več kaznivo.[13] V korist obtoženca je tako treba uporabiti spremenjene zakonske določbe. Tako je določeno tudi v členu 49(1)(3) Listine unije o temeljnih pravicah[14]: „Če je bila v času po storitvi dejanja z zakonom predpisana milejša kazen, se uporabi ta.“

37. Belgijski zakonodajalec pa v obravnavanem primeru ni predpisal milejše kazni. Celo tožeči stranki poudarjata, da je zakonodajalec nasprotno predpisal strožjo kazen. Zato ni nobene spremenjene zakonske določbe, ki ravnanje opredeljuje kot manj kaznivo.

38. Obravnavani primer se posledično razlikuje tudi od dejanskega stanja, ki je bilo predmet zadeve Berlusconi. Pri tej zadevi je

13 – V zvezi s tem glej moje sklepne predloge, predstavljene 14. oktobra 2004 v združenih zadevah Berlusconi in drugi (C-387/02, C-391/02 in C-403/02, ZOdl., str. I-3565, točka 161) in 10. junija 2004 v zadevi Niselli (C-457/02, ZOdl., str. I-10853, točka 69).

14 – Listina unije o temeljnih pravicah je bila najprej svečano razglašena 7. decembra 2000 v Nici (UL 2000, C 364, str. 1) in nato še enkrat 12. decembra 2007 v Strasbourgu (UL 2007, C 303, str. 1). Listina sicer še nima zavezujočega pravnega učinka, primerljivega s primarnim pravom, vendar kot pravni vir pojasnjuje temeljne pravice, ki jih je treba upoštevati pri razlagi prava Skupnosti; v zvezi s tem glej tudi sodbo z dne 27. junija 2006 v zadevi Evropski parlament proti Svetu Evropske unije („družinska združitev“, C-540/03, ZOdl., str. I-5769, točka 38) in točko 108 sklepnih predlogov, predstavljenih 8. septembra 2005 v tej zadevi, ter sodbo z dne 13. marca 2007 v zadevi Unibet (C-432/05, ZOdl., str. I-2271, točka 37).

šlo za vprašanje, ali je treba milejši kazenski zakon retroaktivno uporabiti tudi, če krši pravo Skupnosti. [15] V obravnavanem primeru pa novi zakon po mnenju vseh strank ni milejši, zato se takšno vprašanje ne postavi.

39. Vprašanje, ali belgijsko pravo načelo uporabe milejšega zakona razlaga tako široko, da „pravno praznino“, o kateri govorita tožeči stranki v obravnavanem primeru, enači z milejšim zakonom, v obravnavanem primeru ni pomembno. V obravnavanem primeru namreč sploh ne more nastati pravna praznina, ki jo tožeči stranki navajata in enačita z milejšim zakonom.

40. Tudi če predpostavi, da so trditve tožečih strank glede nezdružljivosti novega zakona z Direktivo pravilne, bi bilo to nezdružljivost mogoče odpraviti z razlago belgijskega zakona, ki bi bila skladna z Direktivo. Nacionalna sodišča morajo nacionalno pravo razlagati čim bolj v skladu z direktivami. [16] Člen 25 nove različice bi bilo treba razlagati v skladu z Direktivo in tako ne bi ostal v celoti neuporabljen. Pravna praznina, ki jo tožeči stranki enačita z uporabo milejšega zakona, pa sploh ne bi nastala.

41. V obravnavanem primeru je mogoča tudi razlaga, skladna z Direktivo. Tožeči stranki menita, da naj bi novi zakon kršil Direktivo, ker kot pogoj za prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij ne določa uporabe notranjih informacij, temveč v skladu z njim zadostuje že trgovanje ob poznavanju notranjih informacij. Če je tako, bi se zakon lahko razlagalo skladno z Direktivo, s tem da bi se „uporabo notranjih informacij“ s pomočjo redukcije, skladne z Direktivo, razlagalo kot dodatni pogoj za dejansko stanje. Tudi razlaga, skladna z Direktivo, s katero se zoži področje uporabe trgovanja na podlagi notranjih informacij in je tako v korist posamezniku, je mogoča brez težav.

3. Vmesni predlog

42. Če povzamem, je torej treba ugotoviti: dopustnost predloga za sprejetje predhodne odločbe sicer ne izhaja iz morebitne nezdružljivosti *novega* zakona z Direktivo. Ker pa ni že vnaprej izključeno, da nacionalnemu sodišču glede na Direktivo ni treba presojati tudi *starega* zakona, vprašanja za predhodno odločanje očitno niso nepomembna. Zato je predlog za sprejetje predhodne odločbe dopusten.

15 – Sodba z dne 3. maja 2005 v združenih zadevah Berlusconi in drugi (C-387/02, C-391/02 in C-403/02, ZOdl., str. I-3565), v zvezi s tem glej tudi moje sklepne predloge v tej zadevi (navedeni v opombi 13).

16 – Glej zlasti sodbo z dne 5. oktobra 2004 v združenih zadevah Pfeiffer in drugi (od C-397/01 do C-403/01, ZOdl., str. I-8835, točka 114) in sodbo Adeneler in drugi (navedena v opombi 10, točka 115).

B – *Odgovori na vprašanja za predhodno odločanje*

1. Drugo vprašanje za predhodno odločanje

43. Predložitveno sodišče z drugim vprašanjem za predhodno odločanje, ki ga je treba preizkusiti najprej, sprašuje, ali je treba člen 2(1) Direktive 2003/6 razlagati tako, da že samo dejstvo, da oseba, ki ima notranje informacije, pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, v osnovi pomeni, da „uporablja“ notranje informacije. V zvezi s tem je treba dopolniti, da belgijsko pravo v členu 25 *nove* različice ne določa samo, da nekdo ima notranje informacije, temveč zahteva tudi, da ta oseba ve ali bi morala vedeti, da so te informacije notranje. V obravnavanem primeru je zato treba pojasniti, ali za obstoj trgovanja na podlagi notranjih informacij brez izjeme zadostuje trgovanje ob poznavanju notranjih informacij ali pa je potreben še dodaten element.

44. V členu 2(1) Direktive je določeno, da države članice prepovejo vsaki osebi iz drugega pododstavka, ki ima notranje informacije, da jih uporabi tako, da pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo.

45. Pri obravnavi besedila člena 2(1) se najprej opazi, da v njem prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij ni opisano kot pridobitev „ob poznavanju“ notranjih informacij, temveč je v skladu z njim potrebno, da pridobitev poteka „ob uporabi“ [17] notranjih informacij.

46. V zvezi s tem je treba najprej ugotoviti, da se pojma „uporaba“ in „poznavanje“ v običajni jezikovni rabi ne uporabljata kot sopomenki, temveč ima vsak samostojen pomen. S „poznavanjem“ je mišljeno le poznavanje v smislu nekega vedenja. Poznavanje je sicer nujni pogoj za „uporabo“, za katero pa gre šele, ko to poznavanje privede do ravnanja.

47. Na vprašanje, ali je treba že samo ravnanje „ob poznavanju“ notranjih informacij vedno razumeti kot njihovo uporabo ali pa si je mogoče predstavljati tudi ravnanje ob poznavanju, ki pa ne pomeni uporabe notranjih informacij, pa z zgolj slovnično razlago ni mogoče odgovoriti.

17 – V nizozemščini se člen 2(1) glasi: „[…] om gebruik te maken […]“

48. Medtem ko je v nemškem besedilu zahteva po „uporabi“ jasna, francoska jezikovna različica napeljuje na to, da je ravnanje ob golem poznavanju notranjih informacij mogoče razumeti kot njihovo uporabo.

49. V francoski jezikovni različici Direktive je vsaki osebi prepovedano „d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant […]“. V prevodu je s tem vsaki osebi prepovedano uporabljati notranje informacije, tako da pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo. V francoščini je tako pri formulaciji „utiliser en acquérant“ pomenski poudarek na razlikovanju vrst uporabe „pridobitve“ in „odtujitve“, medtem ko sta glede na besedilo zadevne določbe obe vrsti uporabe neposredno opredeljeni kot uporaba notranjih informacij. [18]

50. Različne jezikovne različice predpisa Skupnosti pa je treba razlagati enotno. Ob razhajanjih med njimi je torej treba zadevni predpis razlagati glede na splošno sistematiko in namen ureditve, katere del je, [19] ter po potrebi na podlagi resnične volje njegovega avtorja. [20]

51. Tako je v členu 2(3) Direktive izrecno pojasnjeno, da je poznavanje notranjih informacij pri trgovanju neškodljivo, če se s trgovanjem le izpolni obveznosti, ki nastanejo zaradi pridobitve ali odtujitve finančnih instrumentov. Če so od vsega začetka določeni pogoji trgovanja, ki ne dopuščajo odprte možnosti, ni mogoče, da bi notranje informacije, pridobljene pozneje, privedle do trgovanja, tako da tudi ni mogoče govoriti o „uporabi“.

52. V zvezi s tem je pomembna tudi uvodna izjava 18 Direktive. V njej je po eni strani določeno, da pri pridobitvi ali odtujitvi ob poznavanju notranjih informacij „lahko“ obstaja uporaba [21] notranjih informacij. Po drugi strani so v njej navedeni konkretni primeri, v katerih naj se kljub poznavanju vendarle ne bi predpostavljalo „uporabe“. Zato je že v tej uvodni izjavi nakazano, da je poznavanje notranjih informacij sicer nujni

18 – Enako velja za angleško jezikovno različico, ki se glasi: „using that information by acquiring or disposing“.

19 – Sodbe z dne 5. decembra 1967 v zadevi Van der Vecht (19/67, Recueil, str. 462 in 473), z dne 27. oktobra 1977 v zadevi Bouchereau (30/77, Recueil, str. 1999, točki 13 in 14), z dne 14. junija 2007 v zadevi Euro Tex (C-56/06, ZOdl., str. I-4859, točka 27) in z dne 21. februarja 2008 v zadevi Tele2 Telecommunication (C-426/05, ZOdl., str. I-685, točka 25).

20 – Sodbe z dne 12. novembra 1969 v zadevi Stauder (29/69, Recueil, str. 419, točka 3), z dne 7. julija 1988 v zadevi Moksel Import und Export (55/87, Recueil, str. 3845, točka 49), z dne 20. novembra 2001 v zadevi Jany in drugi (C-268/99, Recueil, str. I-8615, točka 47) in z dne 27. januarja 2005 v zadevi Junk (C-188/03, ZOdl., str. I-885, točka 33).

21 – To, da je v nemški različici osemnajste uvodne izjave uporabljen pojem „Ausnutzung“, in ne „Nutzung“ iz člena 2(1), se zdi redakcijska napaka. V drugih jezikovnih različicah, npr. francoski, angleški in nizozemski, je v osemnajsti uvodni izjavi uporabljen enak pojem kot v členu 2(1) Direktive.

pogoj za prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij, vendar obseg prepovedi, določene s členom 2(1) Direktive, z merilom trgovanja ob poznavanju notranjih informacij ni dokončno določen.

53. Šele s teleološko razlago Direktive, pri kateri se upošteva tudi njen zgodovinski nastanek, je mogoče dokončno odgovoriti na to vprašanje.

54. Kot je razvidno iz njene uvodne izjave 12, naj bi se s prepovedjo trgovanja na podlagi notranjih informacij, določeno z Direktivo, zagotovila integriteta finančnih trgov Skupnosti in povečalo zaupanje vlagateljev v te trge. To je natančno določeno v uvodni izjavi 15. Popolna in ustrezna preglednost trga je predpogoj za upravičeno zaupanje gospodarskih udeležencev na delujočem integriranem finančnem trgu. Zagotoviti je treba enake možnosti in preprečiti, da bi imeli posamezni gospodarski udeleženci zaradi uporabe notranjih informacij boljši položaj v škodo drugih gospodarskih udeležencev.

55. Kolikor je mogoče dobro delovanje finančnih trgov lahko zagotovi samo prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki se jo oblikuje tako, da se jo lahko učinkovito izvaja v praksi. Prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij je učinkovita in spodbuja vse gospodarske udeležence k upoštevanju predpisov samo, če omogoča učinkovito preganjanje kršitev. Zakonodajalec Skupnosti je zato pri reviziji Direktive 2003/6 upošteval nezadovoljive izkušnje iz obdobja veljavnosti predhodne direktive.

56. V predhodni Direktivi 89/592 je bila prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij v členu 2(1) določena tako: „Vsaka država članica prepove osebam, ki imajo notranjo informacijo […], da ob poznavanju vseh pomembnih dejstev to notranjo informacijo *izkoristijo* [22] tako, da za svoj račun ali za račun tretje stranke bodisi posredno ali neposredno pridobijo ali odtujijo prenosljive vrednostne papirje izdajatelja ali izdajateljev, na katere se te informacije nanašajo“ V Direktivi 2003/6 je pojem „izkoriščanje“ (Ausnutzung) zdaj nadomeščen s pojmom „uporaba“ (Nutzung). [23]

57. Staro dejansko stanje prepovedi je imelo tako s pojmom „izkoriščanja“ subjektivni element, ki se ga je razumelo v smislu namenskega trgovanja. Element „izkoriščanja“ je bilo mogoče razumeti tako, da je bilo treba načrtovano transakcijo izvesti prav

22 – Moj poudarek.

23 – Drugače kot na primer v francoski (nadomestitev pojma „en exploitant“ s pojmom „utiliser“) ali angleški različici (nadomestitev pojma „taking advantage“ s pojmom „using“) v nizozemski jezikovni različici tako v Direktivi 89/592 („met gebruikmaking“) kot tudi Direktivi 2003/6 („om gebruik te maken“) najdemo enak pojem za „uporabo“ informacij. Subjektivno zakonsko dejansko stanje je bilo v nizozemski jezikovni različici Direktive 89/592 izraženo s prislovom („welbewust“), tako da je v njej določeno: „met gebruikmaking, welbewust, van deze voorwetenschap“.

zaradi notranjih informacij in z namenom doseči dobiček oziroma preprečiti izgubo. [24] Jasno je, da so zlasti pri dokazovanju namena doseči dobiček lahko nastale velike težave.

58. Zato je Parlament v okviru posvetovanja o Direktivi 2003/6 zahteval nadomestitev zahteve po „izkoriščanju“, kar je končno oblikovalo veljavno različico člena 2(1), v kateri se odslej uporablja le pojem „uporaba“. [25] Evropski parlament je zahtevo po spremembi utemeljil s tem, da naj bi se v upravnem postopku preganjalo že samo uporabo notranjih informacij in naj bi se zato črtalo vsak sestavni del, ki napotuje na namen ali naklep. [26]

59. Izhajati je torej treba iz širokega razumevanja zakonskega dejanskega stanja „uporabe“, ki ne vsebuje subjektivnih predpogojev in tako zagotavlja dosego cilja preproste uporabe prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki mu sledi zakonodajalec Skupnosti. Za „uporabo“ zato *ni* potrebna subjektivna odločitev osebe, da bi ravnala prav na podlagi notranje informacije, ki jo ima. Tako ni nujno, da na ravnanje vpliva poznavanje notranjih informacij v smislu stroge vzročnosti, pogoja *sine qua non*. Ni treba, da je izpolnjen pogoj, da oseba brez notranjih informacij ne bi trgovala.

60. Če bi se zahtevalo, da morajo notranje informacije v tem smislu dokazljivo vzročno vplivati na ravnanje, bi bilo to v nasprotju z jasno izraženo voljo zakonodajalca Skupnosti, da ne določi subjektivnih pogojev za dejansko stanje.

61. Zato je treba člen 2(1) Direktive 2003/6 načeloma razlagati tako, da že trgovanje ob poznavanju notranjih informacij pomeni „uporabo“ v smislu te določbe.

62. Kljub temu trgovanje ob poznavanju notranjih informacij ne pomeni vedno in nujno prepovedanega trgovanja na podlagi notranjih informacij. V položajih, v katerih ni

24 – V zvezi s tem glej tudi sklepne predloge generalnega pravobranilca Mengozzija, predstavljene 26. oktobra 2006 v zadevi Georgakis (C-391/04, ZOdl., str. I-3741, točka 51).

25 – Nizozemska jezikovna različica v primerjavi z osnutkom Direktive ni spremenjena, saj se je že v osnutku uporabljal samo pojem „uporaba“ („gebruik te maken“).

26 – Glej poročilo poslanca R. Goebbelsa z dne 27. februarja 2002 (PE 307.438 A5-0069/2002, str. 25) o Predlogu Direktive Evropskega parlamenta in Sveta o trgovanju z notranjimi informacijami in tržni manipulaciji (zloraba trga) (2001/0118 (COD), ki ga je Evropski parlament sprejel v zakonodajni resoluciji z dne 14. marca 2002. Vendar nizozemska jezikovna različica ne vsebuje zadevnega odstavka s to utemeljitvijo; verjetno, ker besedila Direktive v nizozemski različici ni bilo treba spremeniti.

mogoče, da bi poznavanje notranjih informacij privedlo do trgovanja, se ne sme govoriti o „uporabi“ notranjih informacij.

63. Tako je že v zgoraj navedeni uvodni izjavi 18 pojasnjeno, da trgovanje ob poznavanju notranjih informacij ne pomeni nujno uporabe v smislu člena 2(1) in so v njej v zvezi s tem navedene izjeme, pri katerih naj kljub trgovanju ob poznavanju notranjih informacij ne bi šlo za prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij. Tako samo dejstvo, da se na primer osebe, pooblaščene za izvrševanje naročil za tretje osebe, ki imajo notranje informacije, omejijo na vestno izvršitev naročila, ne bi smelo že samo po sebi pomeniti uporabe takih notranjih informacij.

64. Ob smislu in namenu Direktive je mogoče ugotoviti, da gre pri izjemah, navedenih v uvodni izjavi 18, za položaje, v katerih preglednost trga že od vsega začetka ni ogrožena: ne glede na to, ali imajo osebe, navedene v uvodni izjavi, notranje informacije, je njihova vloga v dogajanju na trgu taka, da te informacije ne vplivajo na njihovo ravnanje.

65. S tem, da je v členu 2(1) Direktive prepovedano trgovanje ob uporabi notranjih informacij in v njem ni govora le o trgovanju ob poznavanju notranjih informacij, ta člen s področja uporabe prepovedi izvzema na primer skupine primerov, navedene v uvodni izjavi 18: v teh primerih že od vsega začetka ni mogoče, da bi informacije privedle do trgovanja, tako da ni mogoče govoriti o uporabi notranjih informacij.

66. Zamisliti si je mogoče tudi druge primere, v katerih od vsega začetka velja, da kljub poznavanju notranjih informacij ob trgovanju vendarle ni mogoče predpostavljati „uporabe“ informacij, saj te že od vsega začetka ne vodijo do trgovanja. Vlada Združenega kraljestva je kot dodatni primer navedla trgovanje osebe v nasprotju z napovedanim razvojem tečaja: oseba na primer proda delnice, čeprav ima notranje informacije, na podlagi katerih je mogoče pričakovati dvig cene delnic, npr. ker takoj potrebuje izkupiček in ne more počakati na rast tečaja.

67. V takem položaju ni mogoče predpostavljati, da je zadevna oseba odtujila delnice „ob uporabi“ notranjih informacij. Če oseba trguje v nasprotju s prihodnjim razvojem tečaja, o katerem je mogoče sklepati na podlagi notranjih informacij, ni mogoče reči, da uporablja notranje informacije. Če pa se poudari samo „trgovanje ob poznavanju

notranjih informacij“, je treba na vprašanje o obstoju trgovanja na podlagi notranjih informacij odgovoriti pritrdilno, saj gre za odtujitev ob poznavanju notranjih informacij.

68. Na drugo vprašanje za predhodno odločanje je zato treba odgovoriti:

69. Člen 2(1) Direktive 2003/6 je treba razlagati tako, da že samo dejstvo, da oseba, ki ima notranje informacije, pri čemer ve ali bi morala vedeti, da so te informacije notranje, pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, *praviloma* v osnovi pomeni, da ta oseba informacije „uporablja“. V položajih, v katerih od vsega začetka velja, da notranje informacije ne vodijo do trgovanja določene osebe, že samo poznavanje notranjih informacij ne pomeni hkrati njihove uporabe.

2. Tretje vprašanje za predhodno odločanje

70. Predložitveno sodišče s tretjim vprašanjem za predhodno odločanje sprašuje, ali je za uporabo notranjih informacij potrebna premišljena ali pisna odločitev. V zvezi s tem se večinoma lahko napoti na navedbe k drugemu vprašanju za predhodno odločanje. Z revizijo prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij naj bi se vsak sestavni del, ki napotuje na namen ali naklep, črtalo iz dejanskega stanja. Zato pisna ali premišljena odločitev za uporabo informacij ni potrebna. Oseba pri trgovanju ob poznavanju notranjih informacij teh informacij namreč ne more v celoti odmisliti: informacije pa jo običajno vodijo do odločitve o nakupu ali prodaji. Zato je praviloma treba samodejno sklepati o uporabi notranjih informacij. Nadaljnje dokazovanje ni potrebno.

3. Prvo vprašanje za predhodno odločanje

71. Prvo vprašanje za predhodno odločanje se nanaša na stopnjo uskladitve z Direktivo 2003/6 in zlasti z njenim členom 2. To vprašanje za odločitev v postopku v glavni stvari ni pomembno in zato ni dopustno. Kot je bilo namreč pojasnjeno že zgoraj, se v sporu o glavni stvari uporablja samo člen 25 *stare* različice belgijskega zakona o finančnem nadzoru. Vprašanje o stopnji uskladitve z Direktivo 2003/6 pa se zdi pomembno samo glede na člen 25 *nove* različice.

72. Samo člen 25 *nove* različice namreč odstopa od besedila člena 2(1) Direktive in s tem, da določa strožjo prepoved kot Direktiva, odpira vprašanje, ali je prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki

presega okvire Direktive, sploh dopustna. V členu 25 *nove* različice je kot pogoj določeno samo poznavanje notranjih informacij, izjema iz člena 2(3) Direktive 2003/6 in izvzetja iz prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki izhajajo iz smisla in namena Direktive ter uvodnih izjav, pa niso upoštevani.

73. V členu 25 *stare* različice pa je bil – tako kot v Direktivi – določen pogoj „uporabe“ notranjih informacij, s čimer ta člen ni presegel okvirov Direktive. Vprašanje, ali bi Direktiva vendarle dopustila odprto možnost za strožjo nacionalno ureditev, je zaradi člena 25 *stare* različice, ki je v sporu o glavni stvari edini upošteven, le hipotetično, zato prvo vprašanje za predhodno odločanje ni dopustno.

74. Če bi Sodišče dopustilo tudi prvo vprašanje za predhodno odločanje, v nadaljevanju odgovarjam na to vprašanje v obliki pomožnega izvedenskega mnenja.

75. Najprej je treba pojasniti, da na vprašanje o obsegu uskladitve – popolna ali najmanjša uskladitev – z Direktivo 2003/6 ni mogoče odgovoriti na splošno za celotno Direktivo. Vsak predmet ureditve je treba preučiti posebej.

76. Za presojo stopnje uskladitve se je treba osredotočiti na besedilo ter smisel in namen vsake določbe. [27]

77. V Direktivi 2003/6 so določbe, iz besedila katerih je jasno razvidno, da pomenijo samo najmanjše zahteve, in države članice so pooblaščene, da sprejmejo ukrepe, ki presegajo ta okvir. To na primer velja za način sankcioniranja zlorabe notranjih informacij. Glede tega je v členu 14 Direktive 2003/6 predpisano le, da države članice določijo učinkovite in odvračajoče upravne ukrepe. Direktiva izrecno prepušča državam članicam odločitev, da poleg upravnih ukrepov določijo tudi izrek kazenskih sankcij. Direktiva torej glede vrste sankcioniranja določa samo najmanjšo uskladitev.

78. Glede prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij iz člena 2(1) pa Direktiva 2003/6 ne vsebuje nobene izrecne izjave, ali je ureditev prepovedi popolna ali ne.

27 – Glej sodbo z dne 25. aprila 2002 v zadevi Komisija proti Franciji (C-52/00, Recueil, str. I-3827, točka 16).

79. Prvi kazalec izhaja iz primerjave s predhodno direktivo. Člen 6 Direktive 89/592 je izrecno omogočal, da lahko države članice sprejmejo strožje predpise, kot jih določa ta direktiva. Člen 6, drugi stavek, natančno določa, da lahko države članice razširijo zlasti prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij iz člena 2. Direktiva 89/592 pa omogoča sprejetje strožjih predpisov pod pogojem, da se ti predpisi splošno uporabljajo, da je torej obseg predpisov enak za vse fizične ali pravne osebe, za katere velja. [28]

80. Ta stari člen 6 ni bil sprejet v Direktivo 2003/6. V Direktivi ni nobene splošne klavzule o odprtosti, ki izrecno omogoča državam članicam, da lahko razširijo prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij. To je znak za to, da naj državam članicam načeloma ne bi bilo več dovoljeno sprejemati strožjih predpisov z izjemo področij, za katera je to v Direktivi izrecno določeno.

81. Tudi iz smisla in namena Direktive 2003/6, kot sta zlasti izražena v uvodnih izjavah, je razvidno, da je treba prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, določeno v členu 2(1), opredeliti kot popolno uskladitev.

28 – Glej sodbo z dne 3. maja 2001 v zadevi Verdonck in drugi (C-28/99, Recueil, str. I-3399, točka 35).

82. Po eni strani je cilj Direktive s prepovedjo trgovanja na podlagi notranjih informacij okrepiti zaupanje gospodarskih udeležencev v integriteto finančnih trgov in s tem okrepiti finančne trge. Direktiva zagotavlja, da prepoved velja na splošno v vseh državah članicah, tako da v Skupnosti na tem področju ni več nereguliranih finančnih trgov. Zaradi nje naj bi se gospodarski udeleženci lahko zanesli na to, da prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij velja v celotni Skupnosti.

83. Po drugi strani se je v Direktivi upoštevalo, da bi bilo zaupanje gospodarskih udeležencev okrnjeno ne le zaradi pomanjkljive območne veljavnosti prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij, ampak tudi zato, ker bi učinkovitemu delovanju notranjega trga na področju finančnih trgov lahko nasprotovala tudi različna oblika te prepovedi v posameznih državah članicah.

84. Tako je v uvodni izjavi 11 izrecno poudarjeno, da Direktiva temelji na spoznanju, da se zakonske zahteve glede trgovanja na podlagi notranjih informacij razlikujejo od ene države članice do druge „in puščajo gospodarske udeležence v negotovosti glede konceptov, opredelitve pojmov in uveljavljanja“. To ne govori v prid razumevanju člena 2(1) Direktive samo kot najmanjše uskladitve. Če bi se namreč predpostavljalo, da lahko države članice svobodno določijo

strožje predpise za prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, bi bili gospodarski udeleženci glede obsega prepovedi še vedno negotovi in načrtovana pojasnitev ne bi bila dosežena.

85. Končno je nadaljnja potrditev stališča, da gre pri členu 2 za popolno uskladitev prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij, razvidna tudi iz vsebine te prepovedi.

86. V okviru odgovora na drugo vprašanje za predhodno odločanje je bilo pojasnjeno, da je z uporabo pojma „uporaba“ v členu 2(1) Direktive 2003/6 določena daljnosežna in učinkovita prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, ki jo je mogoče preprosto preganjati in ki samo v posameznih izjemnih primerih dopušča trgovanje kljub poznavanju notranjih informacij. Če pa upoštevamo še, da vse izjeme, ki se priznajo, kot so navedene na primer v členu 2(3) ali uvodni izjavi 18, niso nič drugega kot teleološka redukcija prepovedi, kar pomeni, da zadevajo položaje, v katerih smisel in namen prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij nista smiselna, ni mogoče prepoznati prave potrebe in omembe vredne odprte možnosti za strožje predpise držav članic glede prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij.

87. Za popolno usklajenost prepovedi, ki jo določa Direktiva, obstajata še dva razloga: samo tako je mogoče doseči načrtovano čim večje enotno varstvo vlagateljev. Poleg tega se v smislu pravne varnosti tako izključi tudi negotovost gospodarskih udeležencev glede obsega prepovedi.

88. Ugotoviti je torej treba, da gre pri členu 2(1) Direktive 2003/6 za popolno uskladitev.

89. Drugačnega stališča tudi ni mogoče zavzeti na podlagi dejstva, da je Direktiva 2003/6 primer uporabe tako imenovanega Lamfalussyjevega postopka. To pomeni, da se predpise sprejema na različnih zakonodajnih ravneh, kot je navedeno v uvodni izjavi 4. Na ravni 1 se z Direktivo določijo splošna okvirna načela, tehnične izvedbene ukrepe pa bi morala nato na ravni 2 sprejeti Komisija s pomočjo odbora.

90. Vendar na podlagi uporabe Lamfalussyjevega postopka ni mogoče sklepati o odgovoru na vprašanje, ali Direktiva popolno usklajuje posamezne predmete ureditve ali pa dopušča, da države članice sprejmejo predpise, ki odstopajo. Pri tem postopku namreč ne gre za stopnjo uskladitve, temveč za vprašanje, kako se na ravni Skupnosti sprejema zakonodajo.

91. Končno je treba preizkusiti še utemeljitev Komisije, ki meni, da uporaba pojma „uporaba“ v členu 2(1) dokazuje, da je v Direktivi določena samo najmanjša uskladitev. Ker naj pojem „uporaba“ namreč ne bi bil opredeljen v direktivi, naj bi šlo za nedoločen pravni pojem, pri izpolnitvi katerega naj bi imele države članice – drugače kot pri popolni uskladitvi – od vsega začetka široko možnost proste presoje.

92. To sklepanje seveda ni prepričljivo. Direktiva 2003/6 v členu 2(1) vsebuje opredelitev trgovanja na podlagi notranjih informacij. Komisija sicer pravilno ugotavlja, da v Direktivi niso opredeljeni vsi pojmi, uporabljeni v tej opredelitvi. Tako Direktiva ne vsebuje opredelitve pojma „uporaba“. Vendar to ne pomeni, da jo lahko države članice opredelijo poljubno po lastni presoji. Pri pojmu uporaba gre namreč za avtonomni pojem Skupnosti, ki ga je treba določiti enotno za vse države članice.

4. Četrto in peto vprašanje za predhodno odločanje

93. Predmet teh vprašanj je sorazmernost sankcij. Predložitveno sodišče sprašuje, ali je pri določitvi sorazmerne sankcije treba upoštevati ustvarjeni dobiček in ali je glede tega upoštevno, da je objava notranjih informacij dejansko in občutno vplivala na ceno finančnega instrumenta, ter kako se ugotovi ta „občutnost“. Poleg tega predložitveno sodišče sprašuje, kateri datum je treba upoštevati pri izračunu pridobljene premoženjske koristi.

94. V členu 14 Direktive 2003/6 je glede vrste in višine sankcij določeno samo, da države članice v skladu s svojim nacionalnim pravom zagotovijo, da se lahko izrečejo ustrezni upravni ukrepi ali upravne kazni, če se kršijo prepovedi iz te direktive. Države članice poskrbijo, da so ti ukrepi učinkoviti, sorazmerni in odvračajoči. Konkretna merila za določitev sorazmernosti sankcij v Direktivi niso navedena.

95. Pomembnost vpliva cene je v Direktivi 2003/6 upoštevana samo v členu 1(1), prvi pododstavek, v okviru opredelitve notranje informacije. Na podlagi te je informacija v smislu te direktive notranja informacija samo tista, ki bi, če bi postala javna, verjetno imela pomemben vpliv na cene tega finančnega instrumenta.

96. V členu 1(1), prvi pododstavek, gre za predhodno ugotovitev, ali je za informacijo verjetno, da bo vplivala na cene. V Direktivi ni navedeno, da o prepovedanem trgovanju na podlagi notranjih informacij lahko sklepamo samo, če so se cene pozneje tudi *dejansko* zvišale.

97. Vprašanje, ali in v kakšnem obsegu je notranja informacija dejansko vplivala na cene, pa je mogoče upoštevati pri presoji višine sankcije v okviru preizkusa sorazmernosti. Gibanje cen po objavi notranje informacije je lahko znak za pomen in zmogljivost notranje informacije. Te elemente se lahko upošteva pri preizkusu sorazmernosti.

98. Vprašanje, za koliko so se zvišale cene, je pomembno tudi za izračun ustvarjenega dobička.

99. Glede upoštevanja ustvarjenega dobička je treba iz uvodne izjave 38 Direktive razbrati, da bi morale biti sankcije sorazmerne teži kršitve in ustvarjenemu dobičku. V Direktivi niso določena podrobna pravila za izračun ustvarjenega dobička, zlasti ne kateri datum je treba upoštevati pri tem izračunu. Nasprotno, določa, da so za vrsto in obliko sankcije odgovorne države članice. Njihova dolžnost na podlagi člena 14 je, da kot sankcije v skladu s svojim nacionalnim pravom določijo učinkovite, sorazmerne in odvračajoče ukrepe.

5. Šesto vprašanje za predhodno odločanje

100. Predložitveno sodišče s tem vprašanjem sprašuje, ali je treba člen 14 Direktive razlagati tako, „da je treba, če je država članica poleg upravne sankcije predvidela možnost kazenske sankcije, pri presoji sorazmernosti sankcije upoštevati možnost in/ali raven denarne kazenske sankcije“.

101. Tožena stranka v postopku v glavni stvari meni, da je to vprašanje za predhodno odločanje hipotetično in s tem nedopustno. Z njenim stališčem se je treba strinjati glede tega, da iz podatkov predložitvenega sodišča ni mogoče razbrati, da gre v obravnavanem primeru za upravno sankcijo, izrečeno po izreku kazenske sankcije. Nasprotno, gre za prvi izrek sankcije. Ne omenja se niti to, da je bil predhodno zaradi istih dejanj izveden kazenski postopek, niti to, da ga je treba izvesti. V upravnem postopku pa se težko upošteva kazensko sankcijo, ki bo morda izrečena v prihodnosti.

102. Tožena stranka v postopku v glavni stvari in belgijska vlada sta med drugim navedli, da belgijsko pravo za primer poznejšega kazenskega postopka določa možnost vštetja prej izrečene upravne sankcije. [29]

103. Vprašanje, ali bi bilo treba v poznejšem kazenskem postopku upoštevati prej izrečeno upravno sankcijo, je morda pomembno ne samo z vidika sorazmernosti sankcije, ampak tudi zaradi prepovedi načela *ne bis in idem*. [30] Vendar bi se to vprašanje zastavilo šele v poznejšem kazenskem postopku po upravnem postopku.

C – *O odkupu lastnih delnic*

104. Končno je treba preizkusiti še en vidik, o katerem predložitveno sodišče sicer ni postavilo konkretnega vprašanja. Vendar je v utemeljitvi predloga za sprejetje predhodne odločbe opozorilo, da naj belgijski zakonodajalec ne bi pravočasno prenesel člena 8 Direktive 2003/6.

105. Prepovedi, predvidene v Direktivi 2003/6, v skladu s členom 8 te direktive med drugim ne veljajo za trgovanje z lastnimi delnicami v okviru programa odkupa lastnih delnic („buy-back“) pod pogojem, da se tako trgovanje izvaja v skladu z izvedbenimi ukrepi, sprejetimi v skladu s postopkom iz člena 17(2). Pri ustrezno sprejetem izvedbenem ukrepu gre za Uredbo (ES) št. 2273/2003 [31].

106. V skladu z navedbami v predlogu za sprejetje predhodne odločbe ta uredba še ni začela veljati, ko sta tožeči stranki izvedli dejanja v postopku v glavni stvari. Zdaj pa že velja.

107. V zvezi s tem je treba opozoriti, da iz načela uporabe milejšega zakona [32], ki ga priznava pravo Skupnosti, izhaja, da bi se moralo izjemo glede prepovedi iz člena 8 Direktive upoštevati tudi v korist tožečih strank, če bi bili pogoji zanjo izpolnjeni. V členu 8 Direktive je namreč navedeno, da zakonodajalec Skupnosti pod določenimi pogoji ne šteje, da je odkup lastnih delnic za izpolnitev opcijskega programa za zaposlene prepovedano trgovanje na podlagi notranjih informacij. To pomeni, da se tožečih strank danes ne bi smelo več sankcionirati zaradi dejanja, ki izpolnjuje te pogoje. Tudi če naj belgijski zakonodajalec še ne bi prenesel tega člena, sankcioniranje tožečih strank ne bi bilo

29 – V zvezi s tem napotujeta na člen 73 zakona o finančnem nadzoru z dne 2. avgusta 2002.

30 – Glej tudi sklepa Evropskega sodišča za človekove pravice z dne 14. septembra 1999 v zadevi Ponsetti proti Franciji, točki 36855/97 in 41731/98, *Recueil des arrêts et décisions, 1999-VI,* in z dne 14. septembra 2004 v zadevi Rosenquist proti Švedski, točka 60619/00.

31 – Uredba Komisije (ES) št. 2273/2003 z dne 22. decembra 2003 o izvajanju Direktive 2003/6/ES Evropskega parlamenta in Sveta o izjemah za programe odkupa in stabilizacijo finančnih instrumentov, UL L 336, str. 33.

32 – Glej sodbi Niselli in Berlusconi (navedeni v opombi 13) ter sklepne predloge v teh zadevah.

v skladu z voljo zakonodajalca Skupnosti in bi moralo odpasti. Vendar to velja samo pod pogojem, da bi trgovanje tožečih strank naključno ustrezalo pogojem za program odkupa, določenim v še neveljavni Uredbi št. 2273/2003. Zlasti če bi se v postopku pred predložitvenim sodiščem potrdilo, da sta tožeči stranki naknadno spremenili naročilo nakupa glede števila delnic, cene in nujnosti, verjetno nista izpolnili zahtev uredbe. V tem primeru kršitev prepovedi trgovanja na podlagi notranjih informacij zaradi člena 8 Direktive 2003/6 v povezavi z Uredbo št. 2273/2003 ne bi odpadla.

V – Predlog

108. Ob upoštevanju zgornjih ugotovitev Sodišču predlagam, naj na predlog za sprejetje predhodne odločbe odgovori:

– Člen 2(1) Direktive 2003/6 je treba razlagati tako, da že samo dejstvo, da oseba, ki ima notranje informacije, pri čemer ve ali bi morala vedeti, da so te informacije notranje, pridobi ali odtuji finančne instrumente, na katere se te informacije nanašajo, *praviloma* v osnovi pomeni, da ta oseba informacije „uporablja“. V položajih, v katerih od vsega začetka velja, da notranje informacije ne vodijo do trgovanja določene osebe, že samo poznavanje notranjih informacij ne pomeni hkrati njihove uporabe.

– Člen 2(1) Direktive 2003/6 ne dopušča, da države članice določijo strožjo prepoved trgovanja na podlagi notranjih informacij, kot jo določa ta direktiva.

– Konkretna oblika sankcije je prepuščena državam članicam, pri tem pa morajo poskrbeti, da so sprejeti ukrepi učinkoviti, sorazmerni in odvračajoči.